

дисконтований дохід є позитивним, внутрішня норма прибутковості значно перевищує банківські відсотки за вкладками.

1.Василик Д.О. Оцінка ефективності інвестиційних проектів // Фінанси України. – 2005. – № 4. – С.29-31.

2.Кабанов А., Нейсбург В., Драчук Ю. Про систематизацію методичних підходів до оцінки економічної ефективності інновацій у промисловому виробництві // Економіка України. – 2005. – № 9. – С.70-73.

3.Федоренко В., Мажуга О. Інвестиційне кредитування та кількісна оцінка ризику реалізації проекту // Економіка України. – 2005. – № 12. – С.34-37.

4.Чемодуров О. Зовнішні джерела фінансування модернізації українських підприємств // Економіка України. – 2005. – № 9. – С.54-57.

*Отримано 28.11.2006*

УДК 332.146 : 338.49

Є.Ю.ГАЙКО

*Харківська національна академія міського господарства*

## **РИЗИКИ ІНВЕСТИВАННЯ В КОНЦЕСІЙНІ ПРОЕКТИ**

Наводиться інформація про ризики, які спіткають концесіонерів та інвесторів у сфері міської інфраструктури. Розглянуто три групи ризиків: політичні, макроекономічні та ризики проекту. Запропоновано схему класифікації концесійних ризиків.

Останнім часом спостерігається зростаюча зацікавленість приватного сектора в інвестуванні в комунальну інфраструктуру. З одного боку, це пояснюється державною політикою, спрямованою на підвищення участі приватного сектору в наданні комунальних послуг, а з іншого – інвестори починають розуміти, що ця галузь є перспективною щодо довгострокових капіталовкладень. Концесійні проекти надають інвесторам можливість отримувати норму прибутку з інвестицій. Але разом з цією можливістю з'являється загроза невизначеності та ризику.

В роботах, присвячених концесійним відносинам [1-3], висвітлені головним чином загальні питання державно-приватного партнерства, але детально не розглядаються ризики концесійних проектів. Лише в статті [4] було зроблено спробу зробити систематизацію ризиків інвестування в комунальне господарство, а в публікації [5] зроблено акцент на ризики для іноземних інвесторів. Більше інформації про ризиковість концесійних інфраструктурних проектів міститься в публікаціях іноземних авторів [6-8].

Концесійні проекти мають багато учасників, комплексну систему фінансування та складну організаційну структуру, а також підпадають під значний вплив політичного та ринкового оточення. Згідно теорії ризик-менеджменту, ризики, які супроводжують інвестиційний проект,

повинні бути класифіковані, визначені та оцінені. Ця задача є більш складною через взаємозв'язок факторів ризику, який значно впливає на результати оцінки ризиків. Аналізуючи публікації зарубіжних і вітчизняних вчених, можна згрупувати всі ризики концесійних проектів у три групи: ризики країни, макроекономічні ризики, ризики проекту.

*Ризики країни (політичне оточення).* Проекти як в розвинених країнах так і в тих, що розвиваються можуть спіткати зміни у складі уряду, нове законодавство і навіть політичні перевороти. Спеціалісти Світового Банку вказують на наступні ризики для інвесторів [7]:

1. Політична нестабільність. Питання політичної надійності мають дуже велике значення для муніципальних проектів. Усі рівні влади – центральна, обласна, місцева – мають свій виборчий цикл, який несе можливість зміни політичного лідерства на будь-якому рівні. Це може досить суттєво вплинути на реалізацію проекту.

2. Зміни в законодавстві.

3. Неузгодженість та конфлікти між гілками влади. Керівництво держави, як правило, прагне поєднувати інтереси численних зацікавлених груп, які мають різну мотивацію та амбіції. Доволі часто значні розбіжності в поглядах на приватне керівництво комунальними службами виникають між центральною владою та галузевими міністерствами та відомствами. Міжнародний досвід свідчить, що, наприклад, Міністерство економіки або фінансів країни позитивно ставиться до участі приватного капіталу в інфраструктурних проектах. Вони розглядають залучення приватного сектору як інструмент зменшення бюджетного навантаження, підвищення валютного резерву, забезпечення конкурентоспроможності економіки шляхом вливання нового капіталу та управлінських навичок. На іншому боці знаходяться галузеві відомства, які відповідальні за надання послуг. Вони розглядають вторгнення приватного капіталу як загрозу їх монопольному становищу на ринку комунальних послуг та обмеження контролю в цій сфері. Навіть якщо якесь підприємство надається приватному інвестору, відповідні державні відомства зберігають жорсткий контроль діяльності цього підприємства.

4. Непрозора процедура тендерних торгів. Досить часто надання об'єктів в концесію відбувається методом безпосередніх прямих переговорів з єдиним інвестором, який обирається заздалегідь. Таким чином адміністративна влада та інвестор прагнуть запобігти критики з боку громадськості, яка обов'язково виникає при публічному обговоренні. Але навіть впровадження відкритих тендерних торгів не є панацеєю проти негараздів в інвестиційному процесі. Це забезпечує прозорість, але ще не надає інвестору гарантій. У багатьох випадках скла-

даються такі тендерні умови та правила, які залишають білі плями для вільної інтерпретації умов.

5. Корупція.

6. Можливість скасування угоди, укладеної з попереднім урядом. Інвестори, які виходять на міжнародний ринок, знають, що в багатьох країнах треба залучити на свій бік впливових «бізнес-партнерів», щоб мати можливість виграти концесійний конкурс.

7. Складність дозвільних процедур.

До цієї групи ризиків також часто включають форс-мажорні обставини, культурні розбіжності, вимоги природоохоронного законодавства, громадські незадоволення та протести проти приватних проєктів.

Англійські автори Уолкер і Сміт (Walker, Smith) радять інвесторам чотири попереджувальні міри, щоб запобігти політичних ризиків [6]. По-перше, концесійна угода повинна складатися таким чином, щоб збільшити повноваження інвестора щодо проєкту протягом певного періоду. Це до якоїсь міри захистить інвестора від можливого розірвання угоди з боку держави в умовах нестабільності. По-друге, консорціум інвесторів повинен складатися з різноманітних іноземних компаній. Це створить певний тиск на уряд приймаючої країни, яка в разі експропріації об'єкту значно знизить свій рівень інвестиційної привабливості на міжнародній арені. По-третє, страхові заходи повинні впроваджуватися через міжнародні агенції, такі як, наприклад, Світовий Банк. Четвертий попереджувальний захід полягає в тому, щоб залучати фінансування проєкту державою для покриття ризиків, які не страхуються.

*Макроекономічні ризики.* Впродовж операційної стадії існування проєкту інфраструктурний об'єкт повинен приносити дохід, достатній для покриття витрат та кредитів, а також забезпечувати розумну норму прибутку. На обсяг доходу, який буде приносити проєкт протягом операційної фази, впливають такі фактори:

1. Інфляція і норма прибутку.
2. Коливання валютних курсів.
3. Зміни в ринковому попиті.
4. Кваліфіковані людські ресурси.
5. Конкуренція на ринку.
6. Циклічний спад в економіці.
7. Термін концесії.
8. Тарифи та оплата споживачів.

Інфляція та курси валют – найбільш розповсюджені ризики, які впливають на життєздатність міжнародних концесійних проєктів. Дов-

гострокова природа концесійного інвестування ускладнює передбачення цих економічних факторів. Зазвичай, для захисту інвесторів від валютних коливань уряди країн, що розвиваються, надають гарантії, що платежі будуть виплачуватися в твердій валюті. Приймаюча країна повинна також забезпечити інвестору норму прибутку. Наприклад, в Малайзії, уряд гарантував концесіонерам повернення вкладених коштів встановивши норму прибутку на рівні 20%. Існує широкий спектр заходів, через які держава може сприяти впровадженню приватних проєктів. Ступінь державного втручання буде залежати від сили ризикових факторів, а також від зацікавленості приймаючої країни в комерційній життєздатності проєкту. Найбільш загальні методи державної підтримки наступні [8]:

- гарантії стабільності валютного курсу. Держава має широкий вибір такої підтримки – від повної гарантії будь-якого коливання обмінного курсу до забезпечення платоспроможності та конвертування вітчизняної грошової одиниці;

- гарантії повернення капіталу. Уряд країни також може сприяти інвестору шляхом встановлення мінімальної норми повернення капіталу. Цей захід може бути як загальним, так і спрямованим проти якогось конкретного виду ризику, що детально обумовлюється в концесійній угоді;

- гранти, державні займи або інша участь в інвестуванні. Центральні органи влади або місцеві адміністрації можуть безпосередньо вкладати кошти в проєкт. Такий метод впроваджується там, де без державної підтримки проєкт не зможе бути комерційно виправданий;

- подовження строку концесії. Багато країн застосовували цю практику для подовження періоду повернення інвестицій у разі впливу непередбачуваних обставин на дохідний потік проєкту;

- гарантії проти змін у законодавстві. Загальноприйнятий пункт в концесійних угодах, який захищає концесіонера від змін у законодавстві, адміністративних та регуляторних актах, які можуть суттєво вплинути на діяльність концесійного об'єкту. Держава або анулює такі зміни для концесіонера, або компенсує йому додаткові витрати, пов'язані з ними.

*Ризики проєкту.* Головна причина труднощів в реалізації концесійних проєктів – це їхня складна структура. Не дивно, що впровадження проєктів стикається з багатьма чинниками ризику. Найбільш загальні камені спотикання на шляху інвесторів наступні:

1. Джерела фінансування проєкту. Фінансова структура концесійного проєкту звичайно складається з багатьох організацій, які є фінан-

совим джерелом проекту. Компанія-концесіонер може розглядати різноманітні варіанти фінансування проекту, а саме: акціонування (звичайні акції), допоміжні фінансові інструменти (привілейовані акції та їх різновиди, облігації займу та ін.), позики (кредити комерційних банків, кредити міжнародних організацій, експортні кредити, публічні облігації і т.п.). Завдяки високому ступеню ризику концесійних проектів, кредити мають або обмеження певною сумою, або видаються під достатньо високу відсоткову ставку. До того ж, відсутність ринку венчурного капіталу в країнах, які розвиваються, не дозволяє концесіонеру скористатися прийнятною відсотковою ставкою, під яку звичайно пропонується ризиковий капітал. Щоб залучити всі необхідні кошти з багатьох фінансових інститутів, концесіонер повинен переконати кредиторів, що проект здатен генерувати прибуток, і що кредит та відсотки будуть повертатися вчасно. З цією метою може бути залучений уряд країни або міжнародна організація у якості гаранта кредиту. Якщо концесіонеру не вдасться здобути такі гарантії, то вважається, що ризики проекту автоматично перекладаються на кредиторів через неспроможність концесіонера вчасно погашати заборгованість [5].

2. Організаційна структура. Для вдалого впровадження концесійного проекту потрібно збудувати (реконструювати) об'єкт, забезпечити управління та експлуатацію і організувати фінансування. Тому організаційна структура концесійного проекту складна і включає багато учасників. Кожен з учасників проекту може бути зв'язаний додатковими договірними відносинами наступного рівня (субпідряд). У результаті для такої комплексної структури потрібне ефективне управління.

3. Затримка будівництва та перевищення коштів. Протягом будівельної фази концесійного проекту майже завжди виникають непередбачувані умови на будівельному майданчику, які призводять до затримки завершення об'єкту. Відповідальність за цей вид ризику покладається на концесіонера, який взяв на себе зобов'язання щодо завершення будівництва перед державним органом влади. Тому він повинен мати ефективний план, який буде передбачати резерв часу та грошей, щоб взяти до уваги наступні обставини: а) зміни в проекті будівництва; б) несприятливі погодні умови; в) матеріальне забезпечення; г) продуктивність обладнання та трудових ресурсів; д) відповідність технічних стандартів і норм забудовника та приймаючої країни; ж) складнощі при запуску об'єкта.

4. Управління та експлуатація. На початку експлуатації об'єкту компанія-концесіонер повинна переконатися, що всі технічні пристрої здатні виконувати потрібні функції, і що обладнання вірно спроекто-

ване та змонтоване. Крім цього, необхідно перевірити якість обладнання, провести навчання персоналу, забезпечити якість продукції або послуг, що виробляються. Протягом експлуатаційної фази треба постійно відстежувати дохідність проекту, яка повинна покривати поточні витрати, експлуатаційні видатки, сплату кредитів та приносити очікуваний прибуток інвесторам. Компанія-оператор також повинна бути готовою до втручання відповідних державних регулюючих органів у діяльність об'єкту.

Всі три групи ризиків не існують ізольовано один від одного, а мають взаємний зв'язок і вплив. Схему ризиків концесійного проекту наведено на рисунку.



Структура ризиків концесійного проекту

Така структура, на наш погляд, є найбільш зручною, оскільки всі

ризиків згруповано в три великі розділи. Це полегшує завдання аналітикам щодо оцінки ризиків та надання порад щодо їх запобігання.

Таким чином, концесійні проекти мають специфічні ризики, які відрізняються від загальних ризиків інвестування. Розрізняють три групи ризиків: політичні, макроекономічні, ризики проекту. Встановлено, що для запобігання політичним і макроекономічним ризикам використовуються різноманітні інструменти, серед яких найважливішу роль відіграє підтримка та гарантії приймаючої країни. В той же час ризики проекту цілком залежать від дій концесіонера. Наведена схема ризиків полегшує завдання класифікації і аналізу ризиків для прийняття рішення щодо інвестиційного проекту за умов концесії.

1. Сосна С. А. Концессионные соглашения: теория и практика. – М.: Нестор Академик Паблишерс, 2002. – 256 с.

2. Материалы конференции «Концессия. Договор государства и бизнеса: преимущества и риски». – Москва, ноябрь 2003 г.

3. Свистунов П. Концессионный механизм привлечения инвестиций в предприятия городской инженерной инфраструктуры // Бюллетень «Жилье, недвижимость, коммунальное хозяйство». – март 1999 г. – [www.urbanecomomics.ru](http://www.urbanecomomics.ru).

4. Матусевич Р., Силаев С. Семь раз отмерь, один раз отрежь. Риски внебюджетного финансирования в коммунальную инфраструктуру // Коммунальный комплекс России. – 28 сентября 2004г. – [www.urbanecomomics.ru](http://www.urbanecomomics.ru).

5. Кульнева Г.М., Кучер Т.В. Типология та аналіз ризиків іноземного інвестування // Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. – 2002. – №2. – С. 182-186.

6. Walker, C. and Smith, A.J. Privatised infrastructure: the BOT approach. – London: Thomas Telford.

7. Naarmeyer D., Mody A. Financing Water and Sanitation Projects – The Unique Risks // Public policy for the private sector. – 1998. – vol.#151. – [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

8. Burns P., Estache A. Infrastructure Concessions, Information Flows, and Regulatory Risk // Public policy for the private sector. – 1999. – vol.#203. – [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

*Отримано 18.01.2007*

УДК 330.131.7

К.О.ПОПКОВА

*Харківський національний автомобільно-дорожній університет*

## **ОБҐРУНТУВАННЯ ВИБОРУ МЕТОДУ ОЦІНКИ РИЗИКІВ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**

Пропонується механізм вибору методів оцінки ризиків, який дозволяє врахувати особливості інвестування: інвестиційний клімат, умови здійснення інвестиційної діяльності, пріоритети інвестора тощо.

На практиці для оцінки ризиків інвестиційної діяльності застосовують безліч методів: економіко-статистичний, експертний, аналоговий і комплексний (економіко-математичне моделювання). Однак кожен з методів має певні переваги і недоліки щодо застосування.